

潮 流

高齢化社会とJA

常務取締役 鈴木 利徳

日本の総人口は第1回国勢調査が実施された1920年には5,596万人であり、1億人を突破したのは1967年、そして2005年には1億2,777万人であった。日本の人口のピークは2005年前後とみられており、今はすでに人口減少期に入っている。さらに、今後は急速な減少が見込まれ、2030年には1億1,522万人、2055年には8,993万人、すなわち、今後50年間に約3割の人口を失うことになる(国立社会保障・人口問題研究所による中位推計、2006年12月)。しかも、それらの減少はすべて若い年齢層で起こり、高齢層の人口はむしろ増加していくため、高齢化率(65歳以上人口割合)は次第に上昇し、2055年には41%になる見通しである。

今後、日本は歴史上かつて経験したことのない人口構造の大変化に直面するわけであり、それに対応するためには財政、税制、福祉、医療等を含む経済システムの転換に果敢に取り組み、超高齢化社会にふさわしい制度を構築することが必須の課題となっている。

超高齢化社会の将来像を適確にイメージすることは民間企業にとっても事業戦略上きわめて重要なことである。高齢化は衣食住など生活面のいろいろなマーケットにおいて質的・量的な変化をもたらす。金融分野においても貯蓄率の低下に伴う貯蓄資産の減少、相続による個人金融資産の地域間移動(大都市圏への資産の流入、地方農山村圏の資産の流出)、高齢者の資産管理ニーズの増加などが見込まれ、また、金融機関としてはバリアフリーの店舗作り、振り込め詐欺防止の強化、認知症顧客への対応などハード・ソフト両面からの体制整備が求められる。

ところで、一般的には、少子高齢化には消費市場の縮小、投資意欲の減退など停滞イメージが付きまとい、企業活動も振るわなくなると思われている。そういう一面があることは否定しないが、筆者はJAにとって高齢化はひとつのビジネスチャンスだと考えている。少なくとも他の金融機関と比べてJAは高齢者対応の面でアドバンテージがあるといえる。

高齢者が抱えている生活上の不便・不安・悩みは健康管理・介護・医療、外出時の移動手段、社会的な孤立、生きがい、資産管理・相続など実に多方面に及ぶ。これらの課題に対して金融機関が対応できることは極めて限定される。しかし、JAは総合事業体であり、かつ協同組織体である。信用・共済・経済事業、高齢者福祉活動・医療事業、組合員組織活動・協同活動を適切に組み合わせることができれば、高齢者に対して総合的なサポート機能を果たすことが可能である。

JAの現場では、ATMの操作ができない年配のお客に寄り添い、使い方を手伝う職員、相続の手続きに来店したお客に親身になって対応する職員、窓口でお客の言動に疑問を感じ事前に振り込め詐欺を防いだ話などJA職員がホスピタリティーをもって高齢者に接している事例は数多い。また一方、認知症対応で苦慮している事例も少しずつ増えているという。

いずれにしても高齢者対応力を強化することはJAの将来の顧客基盤を作るうえでも重要である。高齢者の信頼を勝ち取ることは子世代、孫世代のJAに対する評価を高めることにつながる。待ったなしで進んでいる社会構造の変化に対して、JAの総合機能を適切にデザインし他の金融機関では真似のできないサービスを提供することが今、求められている。

経済成長と財政再建の二兎を追う新内閣

～デフレからの早期脱却も優先度の高い政策目標へ～

南 武志

要旨

内外の政策効果によってわが国経済は持ち直し基調が続けている。最近では、出遅れ感のあった雇用や設備投資関連の指標にも底入れの動きが明確化するなど、徐々に景気の裾野が広がりを見せてきた。なお、鳩山首相の辞任を受けて、6 月には菅内閣が発足し、経済成長と財政再建とを両立させるような政策運営を目指す考えを示している。しかし、実際に財政再建に向けて舵を切るには、民間需要に自律的な動きが始まったかどうかを十分見極める必要がある。

一方、物価に関しては引き続き下落状態が続いている。日本銀行はこれまでも金融緩和措置を実施してきたが、デフレ脱却を早期に実現するにはまだ不十分である。引き続き一段の緩和措置が求められる場面があるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2010年			2011年	
		6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.097	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円 (3M) (%)		0.384	0.35～0.40	0.35～0.40	0.35～0.40	0.35～0.40
短期プライムレート (%)		1.475	1.475	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債 (%)	1.165	1.10～1.55	1.15～1.55	1.20～1.60	1.25～1.65
	5年債 (%)	0.385	0.30～0.50	0.35～0.55	0.40～0.60	0.45～0.65
為替レート	対ドル (円/ドル)	90.5	85～98	87～100	90～102	92～105
	対ユーロ (円/ユーロ)	111.2	100～125	105～130	110～135	115～140
日経平均株価 (円)		9,923	10,750±1,000	11,500±1,000	12,000±1,000	12,500±1,000

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注) 無担保コール翌日物の予想値は誘導水準。実績は2010年6月23日時点。予想値は各月末時点。
国債利回りはいずれも新発債。

国内景気：現状・展望

09年夏の総選挙での民主党圧勝を受けて誕生した鳩山内閣であるが、支持率低迷に直面した鳩山首相が突然辞任を表明し、僅か8ヵ月の短命政権に終わった。その後継として菅内閣が6月8日に発足したが、所信表明演説において菅首相は「強い経済、強い財政、強い社会保障を一体的に実現していく」との目標を掲げた。政府は18日には新成長戦略を、22日には11～13年度予算の骨格を示す「中

期財政フレーム」と中長期的な財政規律のあり方を示す「財政運営戦略」からなる財政健全化計画を閣議決定したが、今後はそれらに沿って経済成長と財政再建との両立を図っていくことになる。

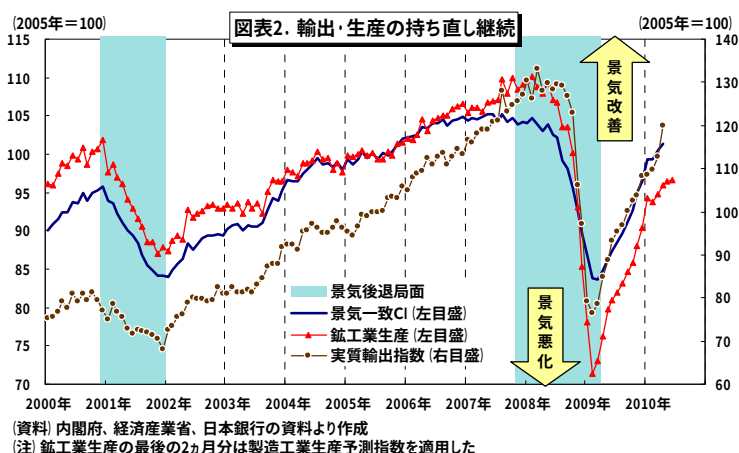
とはいえ、主要各国を見わたしても、景気が持ち直し局面にあるといっても、危機対応の政策効果による下支えがあってこそで、民間最終需要の自律的回復が始まったかどうかは微妙な段階である。そのような状況下で財政再建に向けて舵

を切ることはやや危険な面もある。実際の政策運営については十分慎重に見極める必要があるだろう。

さて、わが国経済は、輸出・生産が牽引する格好で景気持ち直し局面が続いている。耐久消費財に対する購入支援策の効果は息切れしつつあるが、残業増に伴う賃金増もあって民間消費も底堅い推移を続けている。また、出遅れ感のあった雇用・企業設備投資も持ち直しの動きが見られる。6月10日に発表された1～3月期のGDP第2次速報（2次QE）では、実質経済成長率は前期比1.2%（同年率5.0%）と僅かながらも上方修正され、景気持ち直しが順調であることを示す内容となった。当総研では2次QE発表を受けて、経済見通しの改訂を行ったが、過去の実績値の修正がほとんどなかったこともあり、景気シナリオ・主要予測値とも前回予測（5月発表）を踏襲した。

当面の景気動向としては、耐久財への消費刺激策による効果の息切れや円高の進行、さらには欧州・中国といった海外経済の不透明感の強まりなどもあり、10年度上期は景気回復テンポがやや鈍化するのとは避けられないと見る。しかし、10年度下期以降は、子ども手当支給や賃金・賞与の回復といった所得環境の改善、米国経済の成長力が徐々に強まることなどを受けて、再び成長率を高めていく姿を予想した（詳細は後掲レポート『2010～11年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）』を参照のこと）。

一方、物価については、資源・エネルギー関連といった川上分野では価格上昇



が見られるが、国内の需給環境は依然として需要不足状態が続いているため、川下分野では下落傾向が残っている。

代表的な物価指標である消費者物価（全国4月、生鮮食品を除く総合）は高校授業料の実質無償化の影響もあり、前年比▲1.5%と、下落幅が再び拡大した。今後、2%台の経済成長率を続けたとしても、デフレギャップを解消させるのには3年程度かかると思われ、デフレ脱却をまだ見通せる状況にはない。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は、4月30日に開催した政策委員会・金融政策決定会合において、成長基盤強化を支援するための新たな資金供給の枠組みについて検討を行うことを発表していたが、6月14～15日の決定会合後にはその詳細が発表された。具体的には、①研究開発や環境・エネルギー事業、医療・介護、健康関連事業など18分野への融資が対象、②担保は共通担保、③総額は3兆円、④期間は最長4年間、⑤貸付時の政策金利誘導目標での貸し付け、などというスキームとなっている。しかし、民間金融機関は独自に将来性のある融資先開拓を行っているが、日銀がそれを支援しなくてはならないような障

害があるといった話は聞かれない。結局のところ、この政策は金融機関に対する補助金政策といえるが、日銀としては銀行間市場に滞留する潤沢な資金を、将来有望な業種・企業などへ積極的に貸し出されることによって、緩和効果を強めたいとの思いからのものであろう。しかし、日銀の思惑通りに行くかは不透明である。

一方、日銀の景気認識としては、現状は緩やかに回復しつつあり、先行きも回復傾向を辿るとの見方が大勢である。全国消費者物価（同上）も11年度中には上昇には転じるとの見方を変えていない。このような見方を考慮すれば、金融政策はいずれ引締め方向へ修正されとの思惑を呼んでも不思議ではないが、菅内閣にとっても優先度の高いデフレ脱却を早期に実現するためには追加緩和策が今後とも求められる可能性が高いだろう。

なお、「次の一手」としては、固定金利オペの拡充（供給量拡大や期間延長）が柱になると思われるが、国債買入れ額（現行1.8兆円/月）の総額も検討の余地はあると思われる。この件についての障害となっているのが、政府の財政規律の厳格さや日銀券ルールであるが、政府が6月22日に決定した財政健全化計画について、日銀として財政規律が確保できたと判断

できるのであれば、国債買入れの増額に踏み切るべきであろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

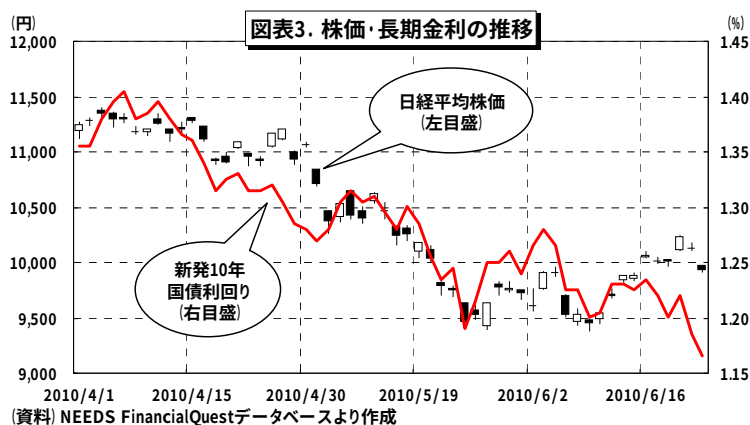
国内を見わたすと、中小企業や低格付け企業の資金繰りは依然厳しいが、金融システムそのものは概ね安定している。一方、海外では、米国では高水準での銀行倒産が続いているほか、欧州ではギリシャを筆頭にユーロ圏諸国の財政破綻リスクや銀行の貸し渋り懸念などが広まるなど、依然として金融システムには不安定さが残ったままである。

以下、債券・株式・為替レートの各市場について述べていきたい。

①債券市場

例年4～6月にかけて長期金利（新発10年物国債利回り）は上昇する動きが見られるが、今年度に関してはそれとは違った動きが見られた。3月下旬から4月上旬にかけて円安・株高を嫌気し、長期金利は1.4%台に上昇する場面もあったが、4月中旬以降は再び1.3%台に低下、5月中旬以降は欧州債務危機への懸念が広がり、1.2%割れが常態化するなど、長期金利への低下圧力は強い。

基本的に国内最終需要の本格回復に向けた動きは鈍く、物価も当面は下落が続くとの予想が定着していること、追加の金融緩和策が講じられる可能性が残っていること、さらには国内機関投資家の消去法的な国債購入圧力の強さなどもあり、今後とも長期金利は低位水準で推移する可能性は強い。ただし、



日本国債の格下げの可能性も含めて世界的に財政悪化に対する警戒感が根強いことから、折にふれて神経質に金利が変動する場面も想定しておく必要がある。

②株式市場

新年度入り後の日経平均株価は、米経済指標の回復などを背景に1万1千円台での推移が続けたが、4月後半にかけて相場の過熱感も意識され、調整局面入りし、その後も欧州債務危機に対する懸念が強まるにつれて、下げ足を早め1万円台を割り、さらには5月下旬には09年12月上旬以来の水準となる9,500円割れとなった。しかし、6月中旬には世界景気に対する先行き懸念が後退したことを受けて、ようやく1万円台を回復した。

今しばらくは、欧州債務危機など海外情勢に対する思惑が相場動向を左右すると見られるほか、国内のデフレ継続や円高リスクによる企業業績への下押し圧力も意識され、株価が一本調子に上昇を続けることを想定するのは困難な状況と思われる。しかし、内外景気が二番底に陥ることなく、緩やかながらも持ち直しが続くとの想定の下、10年下期以降、米国など世界経済全体が回復基調を強めることへの期待感もあり、株価は一進一退を繰り返しつつも、徐々に水準を切り上げると予想する。

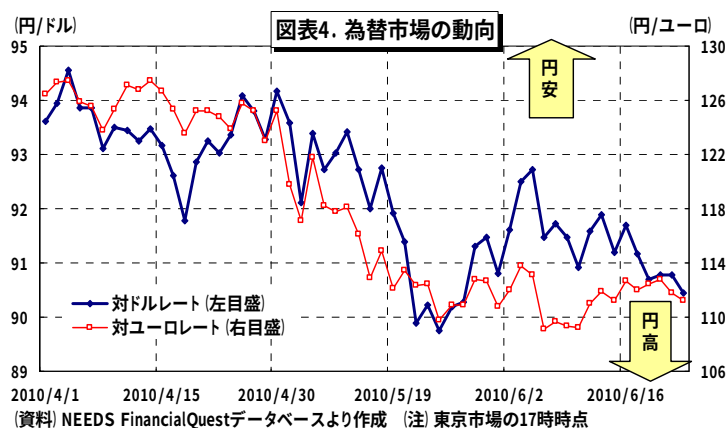
③外国為替市場

春先の対ドルレートは、米国経済に対する先行き期待や米FRBによる早期利上げ観測を受けて、円安ドル高傾向が強まり、95円近くまで円安が進んだ。しかし、

その後は欧州債務危機に対する警戒感が浮上し、投資家のリスク回避的な行動が強まったことから、消去法的な円買い圧力が高まった。また、対ユーロレートはギリシャの財政破綻懸念によって共通通貨ユーロに対する信認が揺らいでいることから、ユーロ安が急速に進んだ。ギリシャなどの財政健全化には時間がかかることから、ユーロ安が意識される場面がしばらく続くと思われる。

先行きについては、先進国における現行の低金利政策はしばらく続くと思われるほか、欧米の金融システムに対する不安も熾んでいることから、円高圧力は残ったままでの展開が続くだろう。なお、もう少し長い視点で見れば、異例ともいえる金融緩和策からの出口戦略の採用時期は日本だけが乗り遅れる可能性も高く、11年以降、他主要国が金融政策の転換に動き出せば、円安方向への動きが始まると予想する。

なお、19日に中国人民銀行は「人民元の為替制度改革を一步進め、柔軟性をさらに高める」との声明を発表、約2年間続けた1ドル=6.83元前後からの変動を容認する意向を示した。この決定が円の為替レートにどのような影響を与えるのか注視する必要がある。(2010.6.23現在)



情勢判断

国内経済金融

2010～11 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)

～実質成長率:10 年度 2.3%、11 年度 2.6%で、変更なし～

調査第二部

6 月 10 日に発表された 2010 年 1～3 月期の GDP 第二次速報(2 次 QE)を踏まえ、当総研では 5 月 24 日に公表した「2010～11 年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

改めて、10 年入り後の経済金融情勢を振り返ってみると、わが国経済は引き続き中国などアジア新興国向け輸出の堅調さと、エコカー減税・エコポイント制などによる消費刺激策によって民間消費の盛り上がりによって牽引されたほか、出遅れ気味であった雇用や企業設備投資などにも持ち直しの動きが始まるなど、景気回復に広がりも見え始めた。

しかし、08 年度下期にかけての景気悪化の度合いが激しかったこともあり、国内の需給環境は依然として大幅な需要不足状態が続いている。そのため、資源・エネルギー価格は上昇気味に推移するなか、物価全体としては下落基調をたどるなど、デフレ状態が続いている。

こうした情勢のなか、5 月 20 日に発表された 1～3 月期の GDP 第 1 次速報によれば、経済成長率は前期比 1.2% (同年率 4.9%) と、4 四半期連続かつ潜在成長率を大きく上回るプラス成長を達成したことが明らかとなった。エコカー減税などの効果一巡に伴い、民間消費の増加率が

やや鈍化したものの、引き続き輸出とともに成長を下支えする構図が見られた。さらに、民間設備投資が 2 四半期連続で増加したほか、民間住宅投資も 5 四半期ぶりプラスに転じるなど、民間最終需要が総じて回復の動きを見せるなど、明るい材料も散見された。

一方、今回発表された 2 次 QE では、注目の民間企業設備投資の下方修正は小幅にとどまり、民間消費や公共投資が上方修正されたことから、事前の市場予想に反して実質 GDP 成長率は前期比 1.2% (同年率 5.0%) へ小幅上方修正された。

2010～11年度 日本経済見通し

	単位	2009年度 (実績)	2010年度 (予測)	2011年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 3.7	1.0	2.0
実質GDP	%	▲ 2.0	2.3	2.6
民間需要	%	▲ 4.0	1.8	2.0
民間最終消費支出	%	0.6	1.4	0.9
民間住宅	%	▲ 18.5	▲ 2.0	2.8
民間企業設備	%	▲ 15.3	2.2	6.1
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	0.1	0.1
公的需要	%	2.9	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	1.6	0.7	0.9
公的固定資本形成	%	9.3	▲ 2.6	▲ 3.2
輸出	%	▲ 9.6	17.8	14.1
輸入	%	▲ 11.8	9.7	10.4
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.4	1.2	1.5
民間需要寄与度	%pt	▲ 3.0	1.2	1.5
公的需要寄与度	%pt	0.7	0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.4	1.2	1.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.7	▲ 1.3	▲ 0.6
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 5.2	0.8	0.8
全国消費者物価 (")	%	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 0.6
完全失業率	%	5.2	5.0	4.6
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 9.2	14.1	6.3
経常収支(季節調整値)	兆円	15.7	17.4	18.0
名目GDP比率	%	3.3	3.6	3.7
為替レート	円/ドル	92.8	92.1	97.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	%	1.36	1.36	1.51
通関輸入原油価格(前提)	\$/バレル	69.1	77.0	83.8

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

以下では、当面の経済見通しについて述べていきたい。まず、民間消費については、前述の通り、薄型 TV や乗用車など耐久消費財に対する購入支援策は導入から 1 年近くが経過しており、今後とも徐々に息切れ感が出てくる可能性があるが、6 月に支給が開始される「子ども手当」や最近の残業時間増に伴う賃金上昇、さらには大企業製造業での夏季賞与の回復などを踏まえれば、家計部門を取り巻く所得環境は決して明るくないが、消費は緩やかな回復が続くものと思われる。また、企業設備投資に関しても、底入れしたとはいえ、企業経営者の設備過剰感には依然として根強く、当面は加速感のないまま推移していくだろう。このように、先行き民間需要の自律的な回復力が強まり、景気全体を牽引していくことを期待することは難しい。つまり、わが国経済の先行きは、輸出に大きな影響を与える海外経済動向が大きな鍵を握っているといえる。

そこで海外経済に目を向けると、再び先行き不透明感が強まる様相を見せつつある。そもそも欧米諸国の金融システム不安は完全には払拭できない状況にあったが、ここにきて一部の欧州諸国の財政危機や銀行システムへの不安感が一段と強まっており、ユーロ安が加速している。また、世界同時不況を大規模な財政出動で乗り切った中国についても、景気過熱や資産バブルへの懸念から金融引締め策が断続的に打たれている。こうした動きは、わが国の輸出にとってはマイナス材料であり、注意が必要である。とはいえ、全般的には、緩やかながらも実体経済の改善基調が続いており、二番底に陥るリスクはそれほど大きくないと思われる。

以上の点などを総合的に判断した結果、10～11 年度の経済成長率は、前年度比でそれぞれ 2.3%、2.6%と、5 月に公表した前回見通しを修正する必要はないものとした。景気底入れ後の日本経済は、平均すると年率 4.2% (09 年 4～6 月期から 10 年 1～3 月期まで) という高めの成長を遂げたが、政策効果の息切れや世界経済の一時的減速などから、10 年半ばにかけては成長率がやや鈍化することは否めないだろう。ただし、再び景気が後退するような可能性は小さいと見る。

一方、大幅に乖離した需給ギャップを解消させるほどの高成長が想定できる状況にはないことから、デフレ環境は少なくとも 11 年度中は残ると思われる。デフレの長期化は多くの弊害をもたらす、日本経済を疲弊させることを考慮すると、デフレ脱却時期を前倒しするほど強力な政策運営を行う必要があるだろう。

こうしたなか、鳩山首相の辞任を受けて発足した菅内閣は、基本路線は鳩山内閣を踏襲するとしながらも、消費税増税などを想定した税制抜本改革、09 年夏の総選挙で実施を約束した「マニフェスト予算」の減額修正などに着手する可能性が高いと思われる。世界に目を向けても、景気への配慮は不可欠としつつも、IMF や OECD などの国際機関、G20 といった主要国・地域による国際会議の場では、各国とも財政健全化に向けた動きをはじめ、との意見が強まっている。

とはいえ、多かれ少なかれ、わが国を含めた主要国経済では、民間需要の自律的な回復が明確化しているわけではなく、現時点で緊縮財政へ転換することによる景気再悪化リスクは決して小さくないだろう。

米 F R B の利上げは後ずれも

田口 さつき

要 旨

米連邦準備制度 (FRB) は、インフレを引き起こす懸念のある超過準備 (準備預金から法定準備を除いた部分) の吸収の手段として、①準備預金に金利を付与、②リバースレポ、③ターム物預金制度 (TDF)、④証券の売却を検討し、すでに実行に移されたものもある。最も抜本的なバランスシートの正常化には、④、特に MBS の売却が必要となるが、金融システムの安定に配慮し、当面①～③の手段を試していくと考える。ただし、その過程で政策金利である F F レートと①、③の金利との関係や目指す超過準備の水準などが依然不明であるため、様々な憶測を呼ぶ恐れがある。

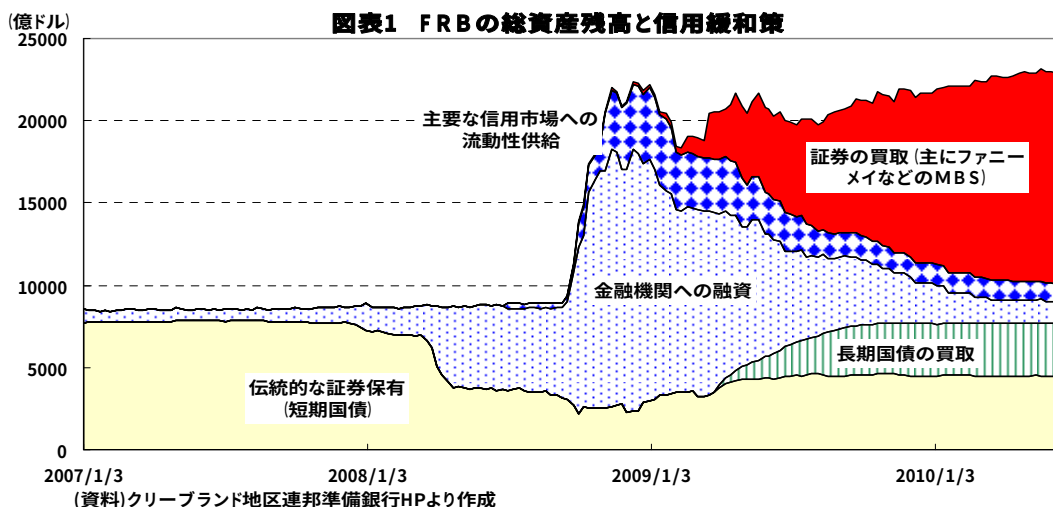
F R B のバランスシート

連邦準備制度 (FRB) は、07 年の夏にサブプライム問題が深刻化して以降、政策金利引き下げに加え、金融機関への融資などにより流動性を供給してきた。そして、08 年 9 月のリーマン・ショック後、金融システムが機能不全に陥る中で、積極的な流動性供給を進めた結果、FRB の総資産残高は膨れ上がり、10 年 6 月 16 日現在、約 2.3 兆ドル (約 207 兆円) となっている (図表 1)。最近では、ファニーメイやフレディマックといった政府機関債 (ほとんどが住宅ローン担保証券 (MBS)) が、総資産の過半を占めている。

流動性供給と同時に超過準備を通じて、総負債残高も増加した (図表 2)。これに

対し、いずれ景気が回復した場合、金融機関が超過準備を貸出などに向けることでマネーサプライが過剰に増え、インフレを招くことが懸念されている。

この懸念に配慮し、今年 2 月のバーナンキ FRB 議長の米議会下院金融委員会向け証言用の原稿 (以下、2 月原稿 (注 1)) で、金融引き締め的手段として①準備預金に金利を付与、②リバースレポ、③ターム物預金制度 (TDF)、④証券の売却、の 4 つを示した。そして、「現在よりも FRB のバランスシートが縮小し、FF レートを目標とする枠組みにやがて戻らう」という文言があった (注 2)。これを受け、金融市場では、超過準備の吸収を終えた上で、利上げを検討するとの見方



図表2 FRBのバランスシート(B/S) (6月16日時点)

資産		負債	
伝統的な証券保有 (短期国債)	449,689	銀行券	1,090,525
		リバースレポ	59,442
		準備預金	1,020,678
長期国債	322,275	(うち法定準備	63,625)
金融機関への融資	127,264	(うち超過準備	957,053)
主要な信用市場への流動性供給	110,854	その他負債	121,198
証券の買取 (MBS)	1,287,561		
その他の資産	50,152	資本	55,952
合計	2,347,795	合計	2,347,795

(資料)連邦準備銀行HPより作成

が強まった。しかし、5月19日公表の4月の連邦公開市場委員会(FOMC)議事録からは、利上げは超過準備の減少過程においても行われ得ることが示された。

詳細にふれる前に、以下ではFRBのバランスシートとバーナンキ議長が示した4つの手段の関係を確認したい。その後、改めて4月のFOMCでの議論と利上げの時期について考えてみたい。

(注1) 悪天候により、バーナンキFRB議長による米議会下院金融委員会での証言は行われなかったが、原稿はFRBのホームページに掲載されている。

(注2) この文言は、短期金融市場の状況を示すものとしてのFFレートの信頼性が一時的に低下し、代わりに準備預金の残高をFRBが目標として使う可能性を指摘した後に来ることから、一時的にFFレート以外の操作目標で金融政策を行うが、いずれはFFレートを操作目標とする枠組みに戻ることを伝えることを意図した一文かもしれない。つまり、利上げ時期を意識したものではないという見方もできる。

準備預金と4つの手段

図表2は、6月16日現在のFRBのバラ

ンスシートである。負債の中の準備預金が極めて大きいことが確認できる。前述の4つの手段はいずれも、超過準備が金融市場に流れるのを防ぐことを意図している。しかし、準備預金や総負債残高に与える影響はそれぞれ異なっている。

まず、①の準備預金に金利を付与する手段は、準備預金の残高の減少にはつながらない。

次に②のリバースレポは、FRBが保有する証券を金融機関に買い戻しを条件に売るものである。バランスシートでは、負債において準備預金残高を一時的に減少させ、その分リバースレポ残高を増加させるので、FRBの負債残高は変わらない(図表3)。ちなみにリバースレポの対象となる資産は2月原稿では、短期証券やエージェンシー債が主で、後にMBSも入れることも検討するそうだ。

図表3 FRBのバランスシート(B/S)

準備預金	-
リバースレポ	+

③のターム物預金制度(TDF)は、FRB内の当座預金から定期預金(預金の期間は84日以下である)に移すようなもので、

実質的には準備預金残高は減少させるが、ターム物預金残高は増加する。②と同様に、FRB の負債残高は変わらない(図表 4)。

図表4 FRBのバランスシート(B/S)

準備預金	-
ターム物預金	+

④の証券の売却は、資産から証券を負債から準備預金を同時に減少させる。そして、その分、バランスシートが縮小する(図表 5)。

図表5 FRBのバランスシート(B/S)

MBSなどの証券	-	準備預金	-
----------	---	------	---

現在、実施されているのは、①である。

②は、09 年 10 月、12 月に試験的に行われており、今年の夏に大規模に実施されるとの見方もある。③も試験的な入札が 6 月 14 日に 14 日物(10 億ドル)で行われた。そして、6 月 28 日に 28 日物、7 月 12 日に 84 日物の入札が予定されている。

④については、4 月の FOMC で MBS や国債の管理状況や今後の見通しなどを踏まえ、以下のような議論がなされている。

証券の売却について

議論の詳細の前に、再び、FRB の資産サイドを見ると、図表 1 に示すように、現在、金融機関への融資は金融危機以前の水準まで縮小し、主要な信用市場への流動性供給もその役目を終えつつあり、減少傾向にある。問題は、MBS と長期国債である。

これに対し、4 月の FOMC 議事録によると、FRB は現在、長期国債は償還を向えた場合は再投資している一方、MBS(ほとんどが期間 10 年以上)は、再投資せず、そのまま償還しているようだ。このままであれば、バランスシートの正常化テンポは非常に緩やかとなる。

これに対し、ほとんどの委員達はただ単に償還を待つのではなく、時が来たら MBS の売却を進めることが好ましいと述べている。また、売却時期はしばらく待つが、今後、政策金利を引き上げた後に売却を開始することが望ましいというのが多数派の意見だった。つまり、景気回復が確固としたものとなり、FOMC の主要な金融政策の手段として FF レートの有効性が回復するまで、資産の売却をしないという考え方である。これに対し、FOMC の利上げと切り離して、資産売却の日程を直ちに発表するべきという意見もあった。

なお、売却の頻度は、ほとんどの委員が MBS 等の売却を始めてから約 5 年で終わらせるようなゆっくりしたペースですべきとした一方、約 3 年という意見もできた。結局、資産の売却について時期、頻度、規模で合意に至らず、引き続き、話し合われる予定である。

ただし、2 月原稿発表後は、前述の①～④の手段をした後、利上げに踏み切るという見方があったが、今回発表の議事録からは、少なくとも、④は利上げ後に行われる可能性があることがわかった。

今後の視点

4 月の FOMC で公表された委員の経済見通しは、2010～12 年の間、コア PCE インフレ率が最大でも 2.4%と、緩やかな物価上昇を予想している。このように近い将来、急激なインフレが起こることは予想していないものの、超過準備の放置は中長期的にインフレを引き起こすリスクがあるという懸念から、吸収の道筋を立てている。

その手段として、現状、MBS 市場は回復途上であり、FRB はなかなか売却に踏み切れないと思われる。当面は、超過準備について①～③の手段で減少させていくと見られる。(おそらく、FF レートを引き上げることは、①、③の実効性になんらかの影響を与えるため、やはり超過準備の吸収と利上げは切り離して議論することはできないと考える。)

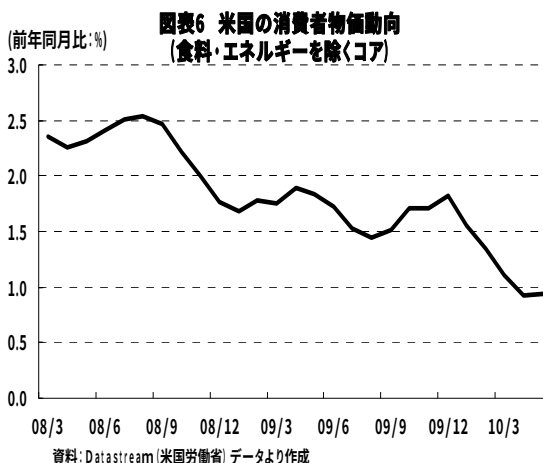
FRB が利上げ前に超過準備残高をどの程度減少させていくのかは、依然として不明である。インフレ率が安定している中での景気や金融システムの回復途上における巨額の超過準備の吸収という、過去にない難問に直面している FRB が、どのような政策運営をしていくか、依然として明らかになっていないことが多いため、金融市場に様々な憶測をよんでいる。

最新の経済指標から

最後に、実体経済に目を転じてみよう。6月に入ってから発表された経済指標は、内容があまりよくないものが多い。まず、5月の非農業部門雇用者数(除政府部門)は4.1万人増と5ヵ月連続の増加となったが、水準的には物足りない結果であった。これまで雇用増に寄与してきた人材派遣、保健サービスの伸びがやや小幅となった上、不動産、小売、金融・保険などでは雇用調整が続き、前月(21.8万人)と比べて、プラス幅が大きく縮小した。

このような雇用環境の改善がなかなか進まない中、消費者の心理は改善傾向を維持しているが、5月の小売売上高は、変動の大きい自動車・同部品、ガソリンを除くベースで、前月比▲0.8%と10ヵ月ぶりの減少となった。

また、住宅購入減税が4月末で打ち切



りになったことが響き、5月の住宅着工件数も59.3万件と前月比▲10.0%となった。

5月の消費者物価指数は、前月比は2ヵ月連続の下落、変動の大きい食品やエネルギーを除いたコア部分で、前年比は4月に続き、0.9%と低い状況が続いている(図表6)。

一方、鉱工業生産の増加基調が続くなど生産面では回復が進んでいる。鉱工業生産の稼働率は74.7%と直近のピーク(06年8月の81.2%)には遠いが、リーマン・ショック時(08年秋)の水準まで戻ってきている。ただ、ユーロ圏での混乱や個人消費の不透明感など、先行きの懸念材料も浮上してきた。

6月23日のFOMCでは政策金利が据え置かれ、声明文には「主に海外で起きたことを反映し、金融市場は経済成長を支える状況でなくなってきた(less supportive)」という文言が入った。このまま、景気回復のペースが鈍化するならば景気回復を前提としたFRBの出口戦略は予定通り実施されず、利上げも後ずれする可能性もある。

(10.06.24 現在)

今月の情勢 ～経済・金融の動向～

米国経済

6月1日、カナダ中銀は政策金利（翌日物金利）の誘導目標を0.25%引き上げて0.5%とするなどG7の中で唯一利上げに踏み切ったが、米国では、6月9日の下院予算委員会でバーナンキ米連邦準備理事会（FRB）議長が労働市場に対する慎重な見方を示したことなどから、08年12月から据え置かれている政策金利（史上最低の0～0.25%）は当面維持されるとみられている。一方、金融危機後に開始した流動性供給策は徐々に終了に向かっており、残る新規発行の商業用不動産ローンを対象とするものも6月30日に終了する予定。また、5月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前年比43.1万人増となったが、民間部門の雇用増は4.1万人と事前予測を下回ったことから、労働市場の先行きに慎重な見方が広がった。

国内経済

日本経済は、1～3月期の国内総生産（GDP）の二次速報が前期比年率5.0%と一次速報（同4.9%）から上方修正されるなど、順調な景気回復を続けている。4月の鉱工業生産指数（確報値）は前月比1.3%、前年比25.9%と、ともに上昇。また、製造工業生産予測調査では、5月は前月比0.4%、6月は同0.3%と、持ち直しが続くと思込まれている。また、設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）の4月分は、前月比4.0%と2ヵ月連続で増加。4～6月期も同1.6%と3四半期連続の増加見通しであり、持ち直しが鮮明となってきた。雇用悪化にも歯止めがかかったが、本格的な回復までには時間を要すると思われる。

株価・金利・為替

日経平均株価は、米雇用統計の予想外の弱さやハンガリーのデフォルト懸念によるNYダウ平均の下落に伴い、6月7日には前週末から400円弱下落、9,500円台となった。その後は景気減速懸念の後退から上昇に転じ、16日には10,000円台を回復した。新発10年国債利回りは、投資家の「質への逃避」が続いているため、低水準でもみ合いが続いており、一時1.2%を割り込む場面もあった。外国為替市場は、米雇用統計が事前予想を下振れたことから円高・ドル安傾向となり、6月中旬には対ドルで90円台まで上昇したが、景気減速懸念の後退やNYダウ平均の回復に合わせてドルが買われ、直近は1ドル＝91円台で推移。ユーロは、欧州債務危機が東欧諸国まで波及したことから、6月上～中旬に対ドルで1.19ドル台、対円で109円台まで減価したが、17日のスペイン国債の入札が好調だったこともあり、直近は1ユーロ＝1.24ドル台、1ユーロ＝112円台まで回復した。

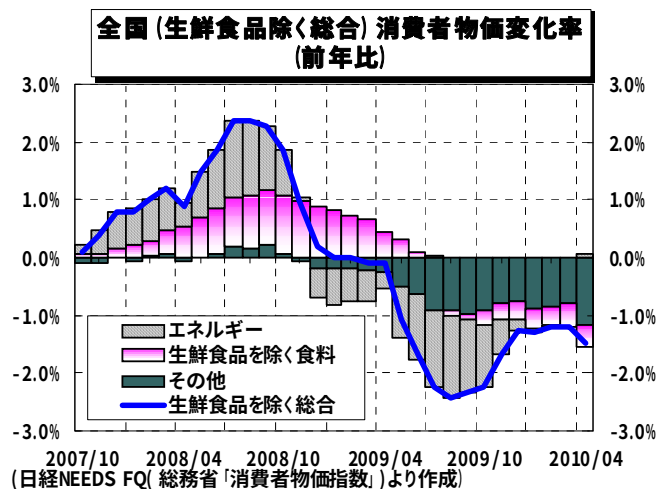
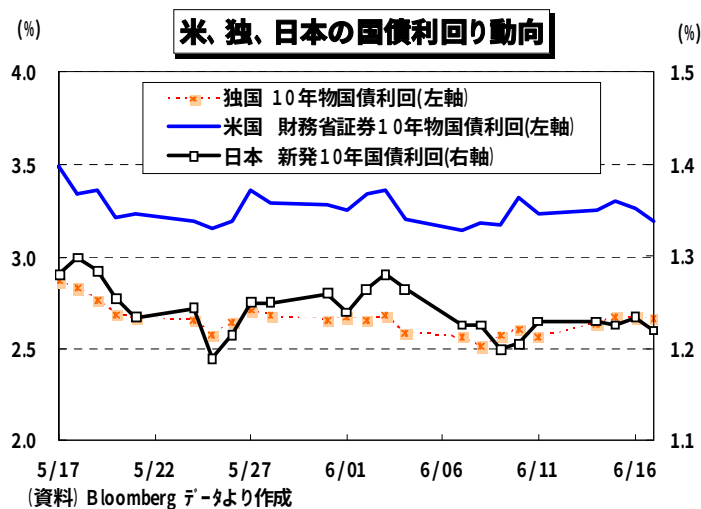
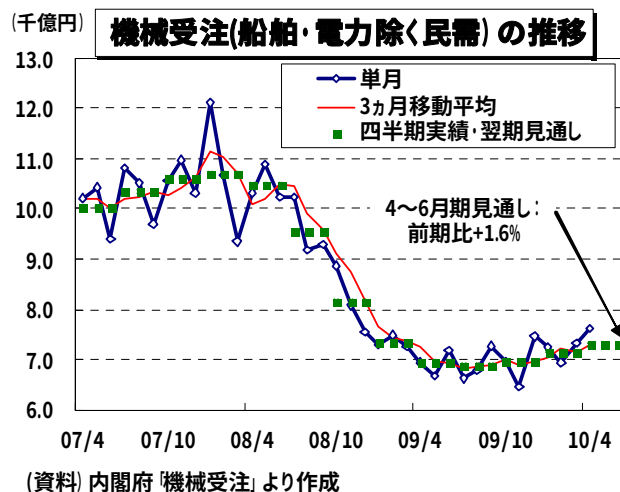
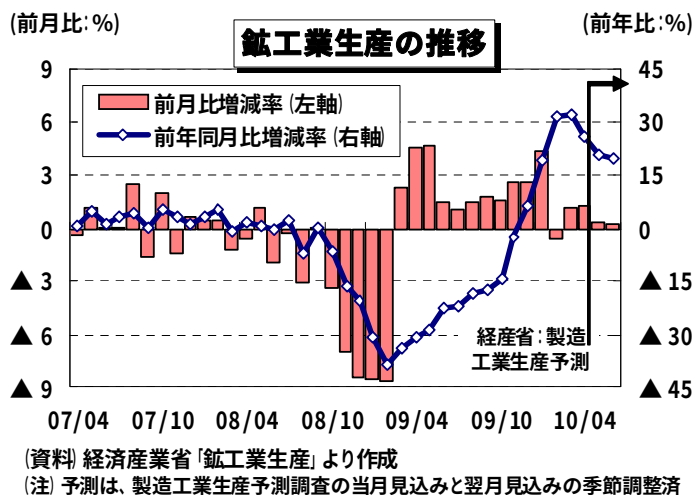
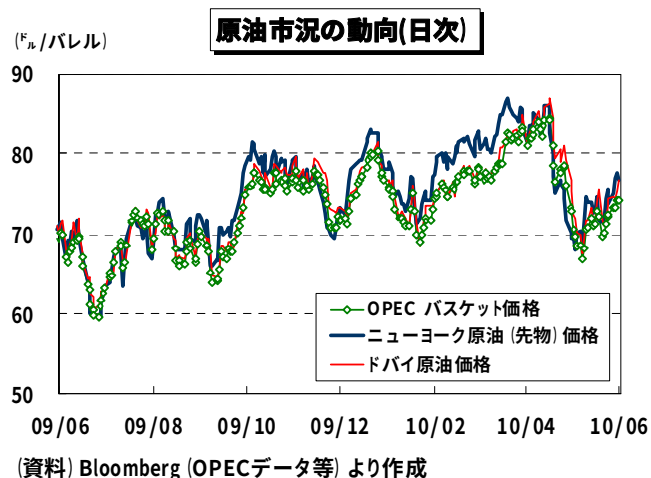
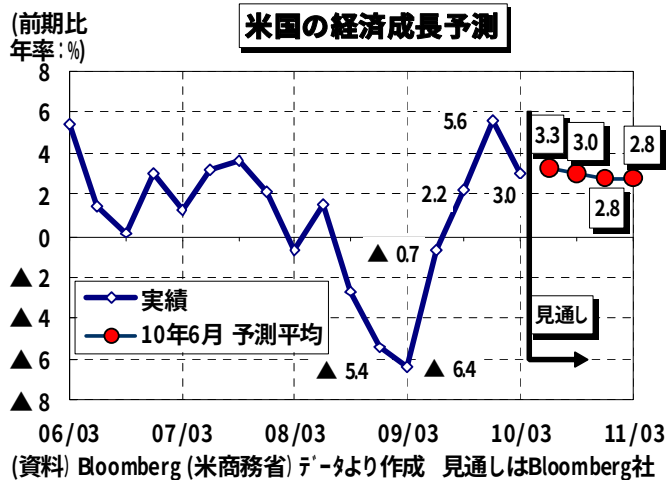
原油市況

原油価格（WTI 期近・終値）は、欧州信用不安が石油需要を圧迫するとの思惑から弱含み、5月中～下旬には1バレル＝70ドルを割り込んだが、世界的な景気減速懸念の後退に伴って上昇し、直近は1バレル＝77ドル台まで上昇。

日銀の金融政策

6月14～15日の金融政策決定会合では、政策金利（0.1%）の維持とともに、成長基盤強化のための貸出制度の詳細（①上限3兆円、②貸出期間1年、③借り換え上限3回、最長4年、④受付期間2012年3月末まで、など）が発表された。（10.6.21現在）

内外の経済金融データ



(詳しくは、ホームページ-トピックス-「今月の経済・金融情勢」 <http://www.nochuri.co.jp>へ)

金融危機前まで回復してきた企業収益

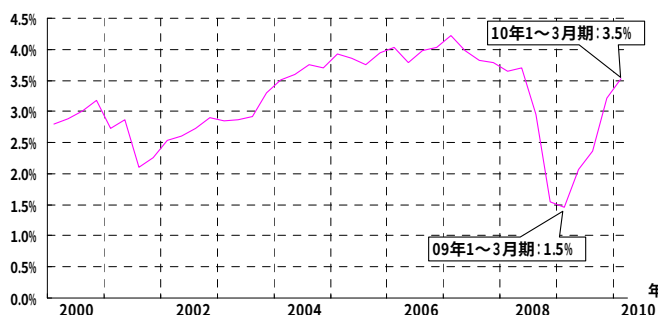
岡山 正雄

11 四半期ぶりの増収増益

10 年 1～3 月期の法人企業統計によると、金融業と保険業を除いた全産業の売

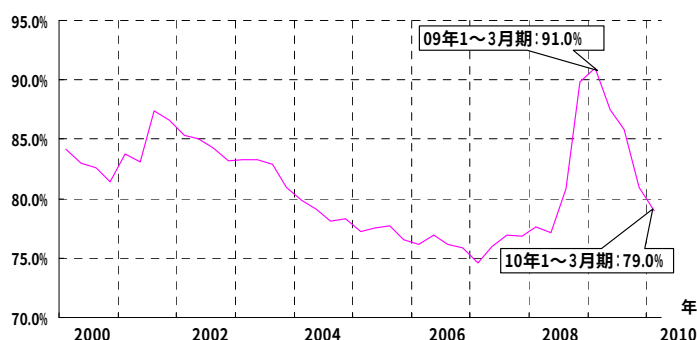
ように、企業の収益構造は、世界同時不況発生直後の激しい悪化から、着実に持ち直しており、直近はほぼリーマンショック以前の水準まで戻ってきている。

図表1: 売上高経常利益率の推移



(資料) 財務省「法人企業統計季報」より農中総研作成。季節調整済。

図表2: 損益分岐点比率の推移



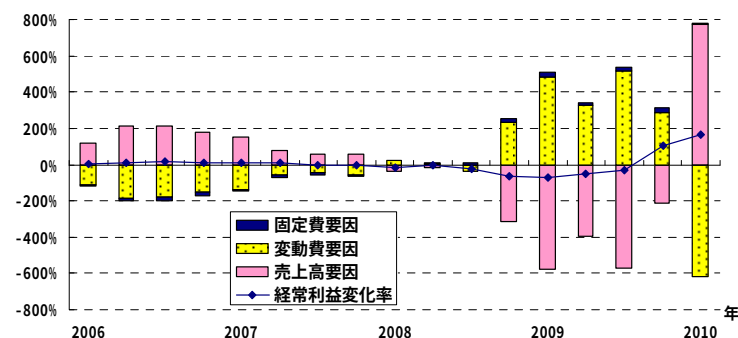
(資料) 財務省「法人企業統計季報」より農中総研作成。季節調整済。

上高は9 四半期ぶりの前年同期比プラス、経常利益は2 四半期連続の同プラスとなり、全体としては11 四半期ぶりの増収増益になった。また、売上高経常利益率でも、09 年 1～3 月期に 1.5%まで低下したあと、上昇に転じ、10 年 1～3 月期では 3.5%まで回復した(図表 1)。加えて損益分岐点比率も 09 年 1～3 月期の 91.0%から直近の 79.0%と大幅に改善している(図表 2)。この

寄与度分解でも売上がプラスに

図表3は経常利益変化率(前年同期比)を売上高、変動費、固定費の3つの要因で寄与度分解したものである。これを見ると、08 年 10～12 月期以降 09 年 10～12 月期に至るまで、売上高がマイナスに寄与しているが、その分を変動費削減によるプラスで相殺していたことが分かる。この傾向は経常利益率が前年同期比プラスに転じた 09 年 10～12 月期も続いていた。しかしながら 10 年 1～3 月期は売上高の寄与度が▲212.4%から 773.7%へとプラスに転じる一方、変動費の寄与度が 284.2%から▲615.6%へマイナスに転じた。これまで景気の悪化に伴う売上高減少を、変動費の削減で持ちこたえていた

図表3: 経常利益変化率の寄与度分解



(資料) 財務省「法人企業統計季報」より農中総研作成。

(注) 「経常利益＝売上高－変動費－固定費」の関係式を用いて寄与度分解した。

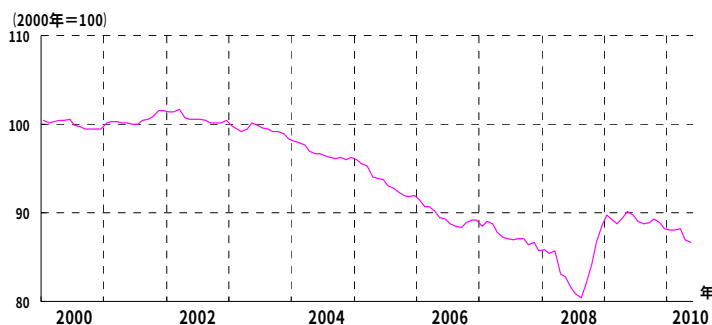
状態だったが、ようやく売上高増加に転じたことを意味している。

2つの懸念事項

ただし、企業業績がこのまま回復軌道に乗るかという点、以下に述べるような2つの懸念事項がある。

第1は交易条件^(注)の悪化である。図表4には交易条件の推移を示してある。交易条件は2000年以降、原油価格の高騰などを受けて一貫して悪化基調であった。しかしながら、金融危機に伴う世界規模の景気悪化から資源需要が減退すると同時に、投機マネーも流出したことで、資源価格が大きく下落し、09年前半にかけて改善に向かった。しかし09年後半から再び悪化に転じてしまった。これは新興国の

図表4: 交易条件の推移



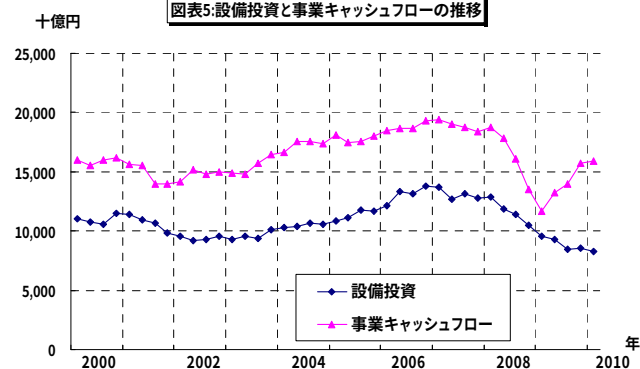
(資料) 日本銀行「投入・産出価格指数」

景気持ち直しを受けて、資源需要が再び強まったことを受けた結果だが、この傾向が続けば、企業収益を押し下げる要因になる。

第2は設備投資の鈍さである。図表5には設備投資と事業キャッシュフローの推移を示してある。設備投資は売上高が前年同期比でもプラスに転じたのに反して、依然減少が続いている。一方で、企業が投資に利用できる事業キャッシュフローは、利益の縮小にもかかわらず一貫して設備投資を上回っていて、設備資金を借入に依存しなくても

調達できる状況にある。つまり、資金面では設備投資する十分な余地がある状況と言える。しかし、設備投資が本格的に回復し始

図表5: 設備投資と事業キャッシュフローの推移



(資料) 財務省「法人企業統計季報」より農中総研作成。季節調整済。
(注) 「事業キャッシュフロー」= 営業利益 × (1 - 法人税率) + 減価償却費。法人税率は40%とした。

めるには、金融危機以前の水準まで売上が戻ったうえで、そこからさらに増加するという期待を企業経営者が抱く必要があろう。それまで設備投資は現在の生産を維持する

程度の設備更新にとどまり、設備拡大需要が喚起されることはないだろう。このため、当面は設備投資の回復の鈍さが予想される。

(注) 産出価格指数を投入価格指数で割ったもの。値が小さいほど交易条件は悪化。なお産出価格は売上高に、投入価格は変動費に影響する。

まとめ

10年1～3月期の法人企業統計を見ると、企業は景気低迷にともなうコスト削減による利益計上から、売上増加による利益計上に転じていて、企業収益は着実に回復してきていると見られる。しかしながら、交易条件の緩やかな悪化や設備投資の不振など不安要因も残っており、賃金増加などによって、景気回復が一般の消費者に実感できる程度まで進むのは当分先のことだろう。

排出権を利用した個人向け金融商品の動向について

安藤 範 親

地球温暖化問題から始まった「京都メカニズム」

現在、世界中で注目されている環境問題の一つに地球温暖化問題がある。行きすぎた工業化と都市化によって、人類・生物の安全が脅かされる危険性が広く認識され、温暖化防止に向けた国際会議（気候変動枠組条約締約国会議）が 1995 年から毎年開催されるようになった。なかでも 1997 年の第 3 回会議ではその大枠が決まり、開催地となった「京都」の文字が冠された「京都議定書」が策定され、参加を表明している先進国に対し、温室効果ガスを 2008 年から 2012 年の間に基準年（1990 年）対比約 5%削減することを求めた。

また、京都議定書に参加する国々は、国内での排出削減対策と同時に、追加的に「京都メカニズム」を利用することが認められた。「京都メカニズム」とは、削

減目標を国内対策だけでなく、他の国で削減したものを自国で削減したとカウントしたり、他国からの排出削減量を買ったりする制度である。温室効果ガス単位量当たりの排出削減費用が各国で異なることから、「京都メカニズム」の利用によって費用がより低い国でより多くの対策を実施することにより、費用対効果の高い効率的な方法で数値目標を達成することができる。

この「京都メカニズム」が導入されたことで、排出権取引が世界各地で活発化することになった。日本においても、企業や環境省による排出権取引の試みが行われている。「京都メカニズム」にもとづく排出権取引は、2008 年から開始された。

排出権を利用した金融商品の広がり

日本の金融機関では、地球温暖化問題

（表1）排出権を利用した個人向け定期預金と住宅ローン

金融商品種類	内容	金融機関数
定期預金	預金証書製造時に発生した二酸化炭素分の排出権を金融機関が購入する。	1
	個人預金残高A万円ごとに1トンの排出権を金融機関が購入する。（例えば定期預金300万円につき1トンの排出権が購入される。）さらに金利をB%上乗せする金融機関もある。	2
	預金残高のC%分の排出権を金融機関が購入する。さらに金利をD%上乗せする金融機関もある。また、預金者に排出権を国に移転した証明書を送る事例もある。	12
住宅ローン	省エネ型住宅のローン成約時に、1～2トンの排出権を金融機関が購入する。さらに金利をB%優遇する金融機関もある。また、預金者に排出権を国に移転した証明書を送る事例もある。	7
	省エネ型住宅のローン成約時に、「カーボンオフセット付きのギフトカード」をプレゼント。カード1枚あたりF円の排出権を金融機関が購入する。	16

（資料）日経テレコン21の記事検索調べを使用して作成。

を事業機会と捉え、排出権取引を利用したさまざまな金融商品が取り扱われている。例えば、個人顧客向けの定期預金や住宅ローンの一部で排出権を利用した金融商品である。表 1 にこれらの特徴をまとめてみた。この表は、日経テレコン 21 を使い 2006 年 3 月～2010 年 6 月 15 日までを対象に「排出権、排出枠、排出量、オフセットのいずれかと銀行または信金」で記事検索した結果を類型化したものである。

検索の結果、定期預金により集めた預金の一定割合を温暖化ガス排出権の購入に充てる金融商品、住宅ローン成約時に 1 件当たり数トンの排出権を購入する金融商品が多いことがわかった。また、購入された排出権の多くが国に無償譲渡されている。そして、これらの金融商品の多くに共通した特徴は、温室効果ガスの排出権取得に関する費用は銀行負担であり、顧客の個人負担がない点である。つまり、金融商品を利用した顧客に社会貢献を間接的に意識させるには効果的であるが、環境問題に取り組む各個人のインセンティブを高める効果については疑問符がつく。この現状は、銀行が環境取り組みをしているということを外部に対してアピールする意味での CSR 活動の一環として扱われていると評価せざるを得ないのではないだろうか。各個人の環境保全への意識を高め、環境に配慮した活動を社会全般に浸透させるためには、もう一工夫必要のように思う。

一方で、排出権を利用した金融商品ではないが、いくつかの地域金融機関では、地域に根ざした活動を行う地域金融機関だからこそできる金融商品を提供している。例えば、預金者に家庭での省エネの

取り組みなどを記入する「環境保全チェックシート」を配布し、その取り組みの状況を報告してもらい、温室効果ガスの削減効果を集計、その結果を新聞広告などで公表するとともに、金融機関は、預金の一定割合を環境保護団体などに寄付する仕組みを持った定期預金を提供している事例がある。このような定期預金は、顧客に社会貢献を意識させるだけではなく、実際に活動に参加させる仕組みをもつ効果的な金融商品と評価できる。

期待される市場機能の効果的活用

地球温暖化問題は、温室効果ガスの排出の大半が企業活動に起因するため、企業活動における削減が重要ではあるが、環境配慮活動を大きく広げるためには、大企業の活動にとどまらず、地元の中小企業や自治体が地域環境力（地域全体でより良い環境を創造しようとする意識や能力のこと）を支える有力な担い手と捉え、企業から個人のレベルに至るまで地球温暖化問題に対する社会的な関心を高める必要がある。そのための対策として、様々な方法が各方面で考えられている。

なかでも、健全な市場機能を活用して、個人を含めた各経済主体に対し、環境保全への自主的な取り組みを促す方法が有効であると主張されている。排出権を利用した金融商品の取り扱いにあたっても、このような視点からの取り組みが求められていると言えよう。しかし、その実現には数多くの課題が残されており、行政当局や金融機関も含めたすべての関係者の今後の取り組みに期待したい。

スペイン・ギリシャの経済構造の特徴について

～欧州債務危機の観点から～

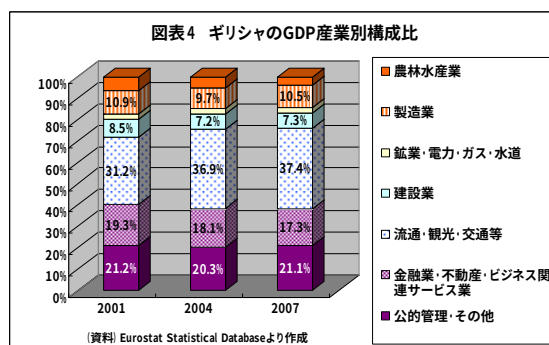
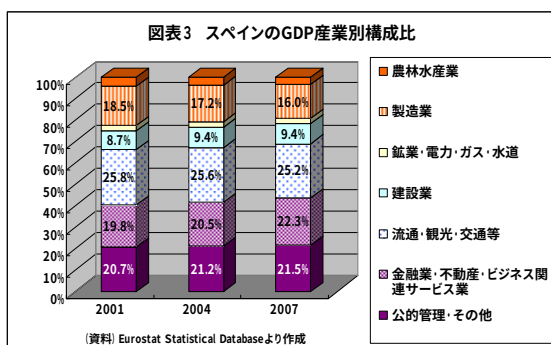
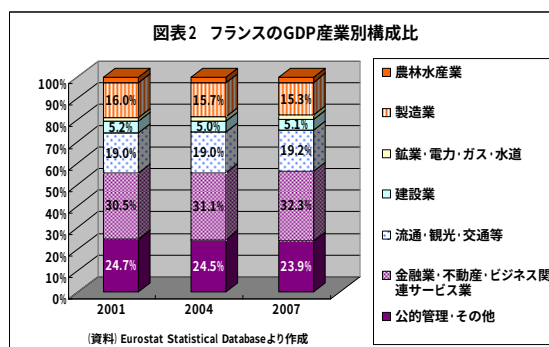
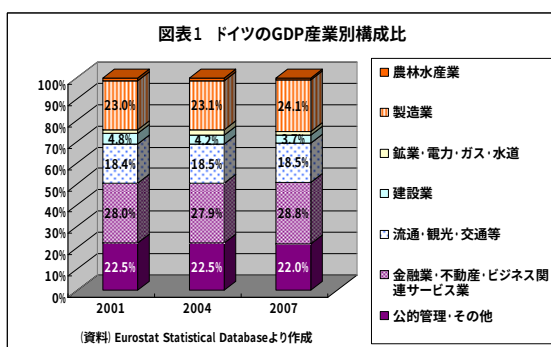
荒木 謙一

欧州のソブリン債務危機は、6月に入っても拡大の様相を示しつつ、不安定な展開となっている。ギリシャの国債利回りはひとまず落ち着きを取り戻しているが、一方で、格付け機関による格下げを受けたスペイン国債の利回りが顕著に上昇している。

財政問題が深刻とされる PIIGS 諸国のうち、アイルランドを除く4ヵ国（ポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペイン）はいずれも南欧に位置する。欧州の中でもとりわけ南欧諸国で財政問題が深刻化する理由のひとつは、その経済構造にあると見られる。ここでは、PIIGS 諸国のうちスペインとギリシャについて、ユーロ圏の2大国（ドイツ、フランス）と比較しつつ、考えてみることにする。

GDP 産業別構成の特徴

GDP 産業別構成のスペイン、ギリシャの特徴のひとつは、製造業のシェアの相対的な低さである。図表1～4は、前述の4ヵ国について、GDP の産業別構成比（6区分）の近年の推移を見たものである。ドイツの製造業のシェアは23～24%程度で推移しているが、フランスは15～16%、スペインは16～18%、ギリシャは9～11%程度で推移しており、いずれもドイツとの比較ではシェアが小さい。ユーロ圏全体の製造業のシェア（01年19.8%、04年19.3%、07年19.6%）と比較しても、後3ヵ国のシェアは小さい。ポルトガルの製造業のシェアもスペインとほぼ同水準である。ただし、イタリアの製造業のシェアは19～20%程度であるため、南欧諸国の製造業のシェア



が総じて低いわけではない。また、PIIGS 諸国のうちアイルランドの製造業のシェアは 30～32%程度もある。従って、GDP に占める製造業のシェアと財政問題の深刻さを直接関連づけることはできないが、スペインとギリシャの製造業のシェアが相対的に低いという点は指摘できよう。

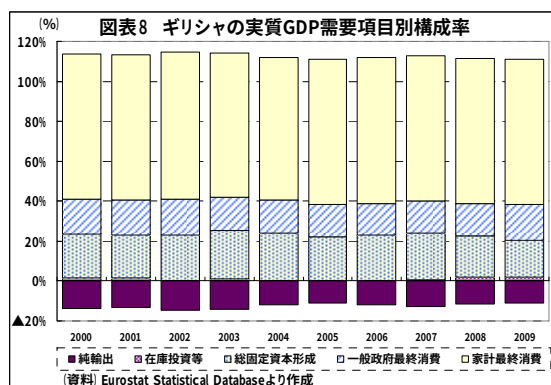
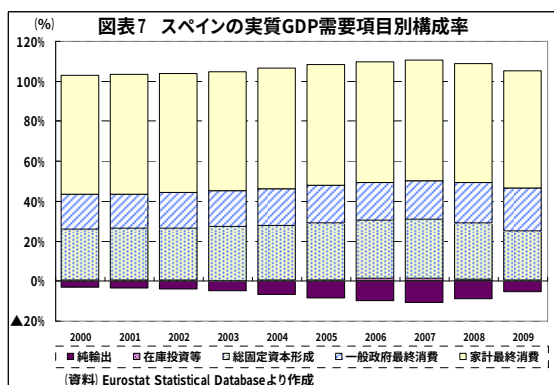
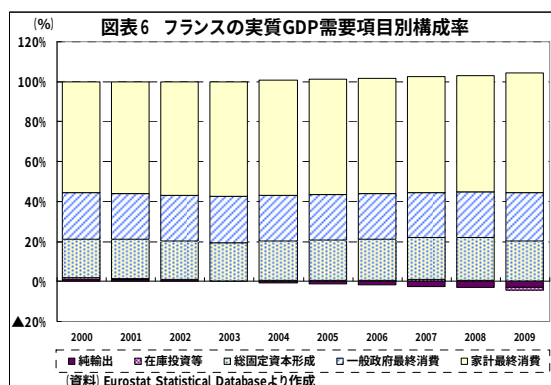
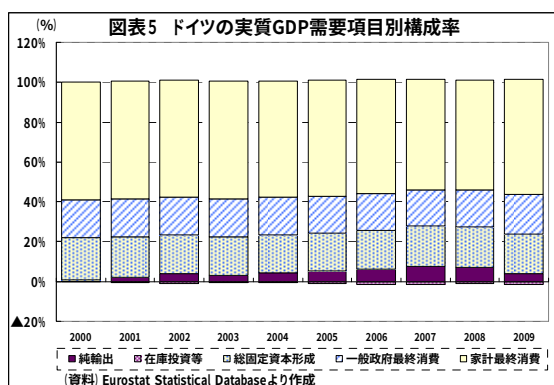
スペインとギリシャにおいて相対的に構成比が高い産業区分は、流通・観光・交通等と、建設業である。スペインでは 99 年のユーロ導入による金利低下で国内投資が盛んになり、特に不動産市場に資金が流入した。建設業のシェアの高さは、同国経済の不動産市場への依存度の高さを示している。また、ギリシャの主要産業は海運、観光などであるが、これらは流通・観光・交通等のシェアの高さとなって示されている。

GDP における製造業のシェアの低さの要因としては、①企業数や生産規模など量的側面の小規模性、②国際比較上の生産性

の低さ、③国内他産業に対する比較劣位性、などが考えられる。スペインやギリシャの製造業のシェアの低さは、上記要因が複合的に機能した結果と考えられるが、とりわけ②に関しては、ユーロの実勢レートがこれらの国々の経済的体力に比べて実質高となっていたため、国内製造業の国際競争力を奪ってきたとも言われている。

GDP 需要項目別構成の特徴

次に、南欧諸国の GDP の需要項目別構成の特徴は、その恒常的な財・サービス収支の赤字体質(純輸出のマイナス)である。前述の 4 ヶ国について、2000～09 年の GDP 需要項目別構成比の推移を図表 5～8 で示す。これらによると、財・サービス収支の黒字体質と言えるのは工業国ドイツのみであり、フランス、スペイン、ギリシャはいずれも赤字体質である。ただし、フランスは 2000～03 年の間は純輸出がプラ



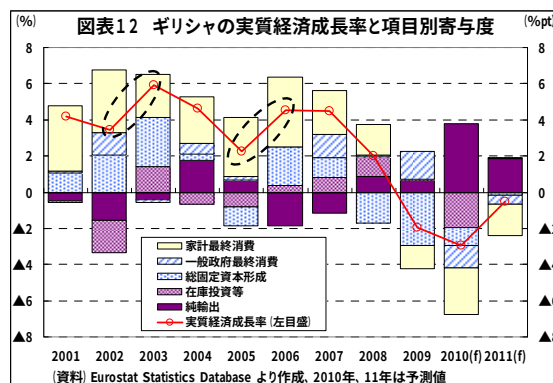
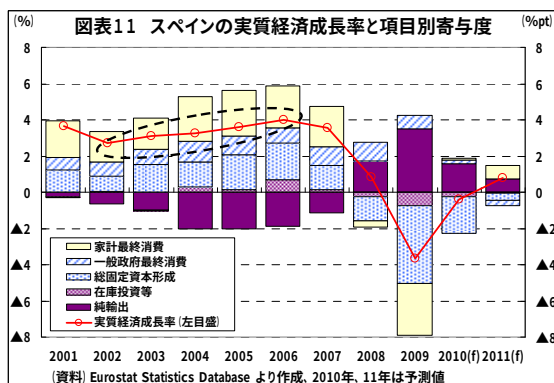
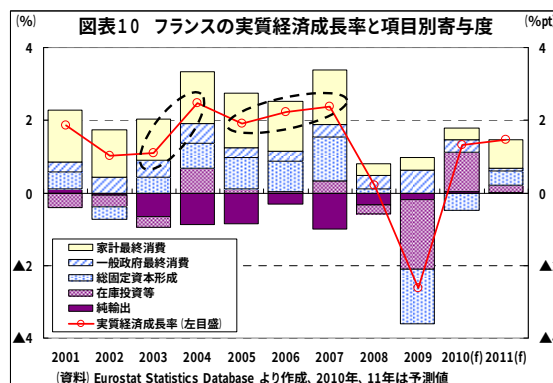
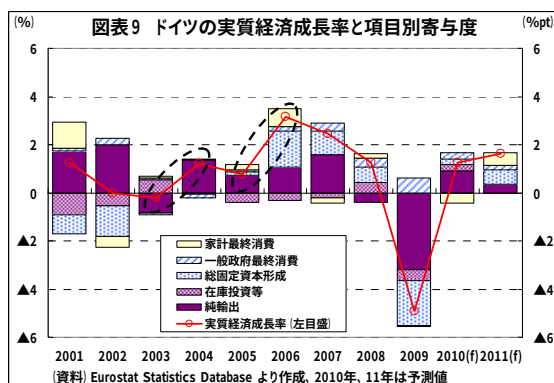
スであり、04年にマイナスとなった後も、他の2カ国に比べるとGDP全体に占める割合は小さい。これに対してギリシャの純輸出のマイナス幅は、2000年代前半にはGDPの13～14%程度もあり、近年はこの比率が6%程度まで縮小してきているものの、他国に比べると依然として大きい。

かかる視点からユーロ圏16カ国の09年の純輸出を比較すると、純輸出がプラスの8カ国（ベルギー、ドイツ、アイルランド、ルクセンブルグ、オランダ、オーストリア、スロバキア、フィンランド）が域内の北方に偏在するのに対し、マイナスの8カ国（ギリシャ、スペイン、フランス、イタリア、キプロス、マルタ、ポルトガル、スロベニア）は南方に偏在している。しかも、一部の例外を除いて、「北の輸出国と南の輸入国」という関係はほぼ固定的であり、さながらユーロ圏の域内南北問題といった様相を呈している。

成長率に対する寄与度の特徴

さらに、GDPの各需要項目が、実質成長率に対してどのように寄与してきたかについて、前述の4カ国で比較する。

図表9～12は、前述の4カ国について、01年以降の実質経済成長率（年単位）と需要項目別寄与度の推移を示したものである。まず、ドイツについて見ると、04年と06年にそれぞれ前年より成長率が高くなっており、景気拡大期にあったことを示している。04年の成長率上昇に最も寄与した項目は純輸出であった。また、06年には家計最終消費や総固定資本形成も寄与してバランスのとれた景気拡大となったが、この時にも純輸出の寄与度は前年より上昇している。すなわち、ドイツの経済は日本などと同様、典型的な工業製品輸出国としての特性を備えており、景気拡大は主に外需によって牽引され、内需によってフォローされるというパターンを示してきた。



次に、フランスについて同様に見てみると、04年および06～07年の景気拡大に最も寄与した項目は家計最終消費であり、次いで総固定資本形成や一般政府最終消費が寄与してきた。これらの年において、純輸出の寄与度はマイナスであった。つまり、フランスの経済は、内需主導型の成長パターンを示してきた。

スペインは07年まで、年率3～4%の比較的高い経済成長を果たしてきた。これは、99年のユーロ導入による貢献が大きいとされている。ユーロ圏ではユーロ導入後に金融市場の統合が急速に進むとともに、金利水準の収斂が進み、比較的高かったスペインの長期金利はドイツの水準に近づくようにして低下した。金利の低下は投資を促進し、総固定資本形成が高い寄与度を示すとともに、高成長の恩恵を受けた家計部門もまた消費によって一層の景気拡大に寄与するという好循環が持続した。しかし、主に不動産市場への投資によって支えられたスペイン経済の成長は、不動産バブルの崩壊によって一挙に減速し、08年は家計最終消費と総固定資本形成がマイナス寄与、一方で純輸出は輸入の落ち込みによるマイナス幅の縮小で寄与度がプラスとなり、それまでの成長パターンとはほとんど逆の構成を示すに至った。

ギリシャについては、家計最終消費が08年まで一貫してプラスの寄与を維持してきたほかは、各項目のプラスとマイナスが年ごとに激しく入れ替わり、安定した成長パターンを描けていない。それでも、GDPに占める家計最終消費の割合が7割程度と高く、経常赤字国でもあるギリシャの経済は、国民の積極的な消費によって支えられ、07年までは4%内外の高成長を維持してきた。しかし、同じようにGDPに占める個

人消費の割合が高く、極端な経常赤字国でもある経済大国アメリカとは違い、ギリシャの経済には経常赤字を自力でファイナンスするだけの力がない。これまではギリシャ政府が国債を発行し、他の欧州諸国の金融機関が購入することにより、必要となる対内ファイナンスの一部を肩替わってきたと見ることもできようが、今次の財政危機によりそのような仕組みは崩壊し、現在は欧州諸国とIMFによる支援によって、かろうじて経済を運営している状況である。

今後の見通し

最後に、これまで述べたスペイン、ギリシャの経済構造の特徴を踏まえ、①ギリシャ経済の今後の見通し、②ソブリン債務危機のギリシャからスペイン等他国への波及可能性、③共通通貨ユーロの枠組みの維持可能性について、簡単に述べることにする。

まず、①については極めて厳しい状況だ。家計最終消費の寄与度の高さによって支えられてきた経済が、緊縮財政下で再び成長過程に復するには、経済構造の根本的な転換を要すると思われるが、それには長い時間が必要となろう。

次に、②については、スペインとギリシャの経済構造には、製造業の相対的な弱さ、恒常的な経常赤字体質や経済成長に対する家計最終消費の高い寄与などの類似性があると見られるため、この限りでは波及の可能性もあることも否定できない。

最後に、③については、域内南北問題ともいべき域内不均衡の問題をどう是正していくかが、共通通貨ユーロの枠組み維持にとって、重要な課題として取り組まれていくことになるだろう。

(2010.6.23 現在)

景気対策で急増した地方政府の債務

王 雷 軒

景気対策で地方政府の負担が増大

2008 年秋のリーマン・ショック後、中国政府は 4 兆元（約 56 兆円）の財政出動を発表した。この景気対策の 4 兆元は、中央政府が 1.18 兆元（全体の 30%）を負担し、地方政府が 1.25 兆元（31%）、銀行や企業が 1.57 兆元（39%）を負担することになっている。

中国の地方政府（省・自治区・市・県・郷鎮レベルの政府）は 94 年の税制改革により、地方財源の多くを中央政府に移譲したため、財源不足（特に県レベルの地方政府）に悩まされ続けてきた。1.25 兆元の景気対策を行うには、資金調達が必要となるが、中国では地方政府財政の赤字は法的に認められておらず、地方債券の発行も禁止されている。

しかし、実際には多くの地方政府は様々な形で債務を負っており、中国銀行業監督管理委員会（CRBC）の劉明康主席は、09 年末に地方政府の債務残高が 8 兆元を超えると指摘した。地方政府債務の大部分は、地方政府が設立した「地方政府融資平台」（以下「融資平台」という）を通じて資金調達しているものと見られる。

融資平台を通じた資金調達

融資平台は、地方政府が財政資金による出資や土地等の現物出資で設立した投融資企業で、地方政府にかわって銀行借入や社債発行による資金調達を行っている。返済原資には、土地使用権の売却代金や電力、道路といったインフラ事業か

らの料金収入が充てられる。これにより、少ない財政資金でレバレッジを効かせた固定資産投資を行うことが可能となっている。

省・市・県等様々なレベルの地方政府が設立した融資平台は、09 年末に全国で 8000 社を超えているとされている。CRBC の劉明康主席によると、融資平台の 09 年末の負債残高は 7.38 兆元（約 103 兆円）であり、うち銀行借入残高は 6 兆元（約 84 兆円）である。09 年度では景気対策の名義で新規借入額が 3 兆元台にも達しており、融資平台の債務を急増させてきた。

融資平台に対する管理の強化

融資平台が、投融資活動に必要な資金調達のために銀行からの融資を受ける際には、地方政府が保証するため、両者は一体の関係にある。

融資平台の債務はこれまでにないほど急増してきたが、中央政府が不動産市場抑制政策をとっているため、地方政府の土地関連収入は減少すると見られており、返済は困難がつきまとう。

また、融資平台の負債に関する統計データの不備や非公開性で、実際の借入実態を把握できない現状にあり、さらに省レベル政府から郷鎮レベル政府へと広範囲にわたっていることから、リスク管理への強化が求められている。

中国国内でも返済の確実性を懸念する声が出始めており、10 年 3 月に開催された全人代で融資平台の債務に対する管理強化の方針が示された。

キャッシュフロー計算書の見方

岡山 正雄

キャッシュフロー計算書とは

今日の会計では、原則的に現金の入出時点ではなく、収益や費用が発生した時点で計上する発生主義を採っている。発生主義は期中に発生した収益と費用を対応させることには役立つが、企業の手元にある資金^(注)を把握できない。そのため毎期利益を上げているような企業が売掛金の膨張や回収不能で、資金不足に陥り黒字倒産することが起こる。そこで、企業が資金をどの部門でどれだけ生み出したかを把握するために考案されたものが、キャッシュフロー(以下、CF という)計算書である。CF 計算書は現在、金融商品取引法で上場企業が作成すべき財務諸表の 1 つと定められている。

^(注)CF 計算書の資金とは、現金及び現金同等物^(注)のことで、現金に加え、普通預貯金や満期まで 3 ヶ月以内の定期預貯金が含まれる。

CF 計算書の中身

CF 計算書の表記法には、直接法と間接法があるが、多くの企業は間接法を採用している。間接法は当期純利益に加減を行って、CF を求める方法である。CF 計算書は大きく、①営業活動による CF ②投資活動による CF ③財務活動による CF から成る。

①は企業の営業活動によって発生した資金の増減である。例えば売掛金の増加は、売上として計上されているものの資金化されていないので、CF の減少要因、買掛金の増加は費用として計上しているものの、手元に資金が残

っているので増加要因になる。

②は設備投資などによる CF の流れを記載する。例えば土地などの固定資産の増加は、資金が企業から流出するので、CF の減少要因になる。

③は負債や純資産の増減である。例えば借入を行ったときは、資金が企業に流入するので CF の増加要因である。

CF 計算書で資金繰りが分かる

CF 計算書を見ると、企業の 1 年間の資金繰りの様子が見て取れる。

下図には A 社の CF 計算書を示した。まず見るのは営業 CF である。A 社はプラスなので問題ないが、マイナスの場合は、企業が営業活動で資金を生み出さなかったことを意味し、何期か続くようであれば、企業活動の継続性が危惧される。

次に投資 CF だが、これは正負で良し悪しを判断できない。例えば投資 CF がマイナスだとしても、成長中の企業で積極的に設備投資しているのか、過剰投資なのか分からない。投資 CF については利益水準や固定長期適合率といった指標で、適正規模の投資なのか判断する必要がある。

最後に財務 CF だが、ここは営業 CF や投資 CF の過不足をどのように調達したか見るのに役立つ。A 社の場合は営業 CF で生じた資金を債務等の返済と設備投資に充てていることが分かる。

図：上場企業A社のCF計算書(抄録)

(単位:百万円)	
営業活動によるキャッシュフロー	5,843
投資活動によるキャッシュフロー	▲ 3,967
財務活動によるキャッシュフロー	▲ 1,592
現金及び現金同等物の増減額	283

海外の話題

経済体制改革に取り組む中国

農林中央金庫 北京駐在員事務所長 稲垣 雅人

当事務所に着任して早満 4 年を迎えようとしている。この間、中国ではさまざまなイベントがあった。2008 年 8 月の北京オリンピック、2009 年 10 月の建国 60 周年、そして現在開催中の上海万博。いずれも中国のめざましい発展ぶりを鼓舞する大イベントだ。また日中関係も大きく変化した。小泉首相靖国神社公式参拝や日本の歴史教科書問題に端を発した 2005 年の反日運動により、日中関係は改革開放後最悪というくらいに悪化していたが、2006 年 10 月安部首相の訪中(氷を割る旅)、2007 年 4 月温家宝首相の訪日(氷を溶かす旅)、同年 9 月の日中国交正常化 35 周年を経て、同年 12 月の福田首相の訪中(春を迎える旅)により大幅に改善した。2008 年 10 月に米国から世界に波及した金融危機も、それまで欧米諸国ばかりに目を向けがちだった中国首脳部の考え方を改めさせた。今年 5 月に再来日した温家宝首相は「日本はパートナー」と明言し、日本の経験を現在の中国に役立てるため具体的ケースを積み上げたいとの意向を示した。

実質 GDP は、2006 年 22 兆 2240 億元から 2009 年 34 兆 1515 億元へと 5 割強増加し、今年は間違いなく日本を抜くだろうと言われている。一方で様々な問題が露呈してきている。特に経済成長とともに「格差」の問題は深刻さを増している。都市住民の可処分所得が 2006 年の 11,759 元から 2009 年の 17,175 元まで 5,415 元(46%)上昇する一方、農民の平均現金収入は 2006 年の 4,302 元から 2009 年の 6,270 元まで 1,968 元(46%)しか上昇していない。上昇率はほぼ同じであるものの、その格差は広がるばかりだ。5 月に報道された台湾系企業の労働者連続自殺事件や 6 月の日系企業労働者によるストライキもある意味「格差」に対する不満の現れと言えるだろう。また都市部の住宅価格の上昇も無視できない。2009 年の全国平均住宅価格(90㎡)は 402,570 円で平均家計可処分所得 49,979 元の 8.1 倍だが、北京はこの倍率が 2008 年で既に 15.1 倍、上海は 9.2 倍となっている。2009 年の住宅価格高騰を考慮するとこの倍率はさらに上昇していることは間違いないだろう。「公平が前提にないまま効率を求めると社会は安定しない。安定がないと、持続的発展はない。」と某政府高官は中国の先行きを強く懸念している。

国務院が 5 月 31 日に発表した「2010 年経済体制改革の重点項目に関する意見」には 11 の重点分野が盛り込まれているが、中でも戸籍制度改革や国民所得配分の調整、不動産保有税の改革など、格差是正に寄与しそうな項目が含まれており、今後の動向が注目される。さまざまな矛盾を孕みながらも急速に発展続ける中国。今後の中長期的課題は、「社会的公平」を追求し社会を安定させながら徐々に「安定成長」に移行していくことにあるだろう。中国ビジネスに関わる者としてこの中央政府の目論みが着実に実現していくことを切に願っており、微力ながら協力していきたいと思っている。